

中粮糖业 (600737)

公司研究/点评报告

白糖期货价格底部大涨，利好中粮糖业业绩表现

点评报告/农林牧渔行业

2019年7月10日

一、事件概述

7月5日，白糖1909/1911合约分别大涨3.64%/3.59%。此次大涨是继4月份1909/1911合约大涨后，白糖期货价格在底部区域的又一次大幅上涨。

二、分析与判断

➤ 预计未来三年白糖将进入减产周期，叠加需求坚挺，利好糖价上行

2018/2019榨季为国内白糖增产周期的第三年，预计2019/20榨季将进入减产周期。近年来，我国糖料播种面积，尤其是甘蔗播种面积呈下降趋势，预计这种趋势会持续到2019/20榨季，强化减产逻辑。2019年1月食糖现货价下行至5229元/吨的阶段低点；本制糖期食糖产量仍有小幅提高，甜菜糖及蔗糖均价同比仍下降，19/20榨季将大概率进入甘蔗减产周期，从而有望带动糖价上行。此外我国人均白糖消费水平逐年提高将进一步降低白糖库存，预计在2019年我国白糖库存量将进一步减少至541万吨。上述因素叠加将利好糖价上行。

➤ 中粮糖业为国内头部食糖生产商，直接受益于糖价上行后的毛利改善

公司为全国最大的食糖制造企业之一，17/18年自产糖和加工糖营收合计分别为82.28/74.34亿元，占总营收比重分别为43%/42%。17/18年糖价处于周期低谷时自产糖毛利率分别为19.91%/16.71%；加工糖毛利率分别为19.77%/13.12%，未来随着糖价上行，自产及加工糖毛利率有望得到大幅改善。

➤ 国内外产能分布合理，保证未来业绩弹性

18年公司自产糖99.43万吨，预计其整体产能在100万吨左右。此外，中粮糖业拥有澳大利亚Tully糖业30万吨产能；在河北唐山曹妃甸有50万吨/年炼糖能力、在辽宁营口有100万吨/年的港口炼糖能力。目前公司在国内外均有加工食糖生产能力，自产糖规模能有效保证业绩弹性。

三、盈利预测与投资建议

预计19-21年公司实现营业收入193.01/213.28/239.99亿元，同比+10.2%/+10.5%/+12.5%；实现归属上市公司净利润7.87/10.47/14.95亿元，同比+56.3%/+33%/+42.8%，对应EPS为0.38/0.51/0.73元，目前股价对应PE为25/19/13倍。未来随着糖价进入上升周期，公司业绩将表现出较高弹性，公司估值大幅低于农林牧渔/农业板块168/78倍估值，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

糖价上升不及预期，产糖作物产量提高超出预期，食糖上涨周期推后等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	17,515	19,301	21,328	23,999
增长率（%）	-8.6%	10.2%	10.5%	12.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	504	787	1,047	1,495
增长率（%）	-31.9%	56.3%	33.0%	42.8%
每股收益（元）	0.25	0.38	0.51	0.73
PE（现价）	38.8	24.8	18.7	13.1
PB	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格：9.49

交易数据	2019-7-9
近12个月最高/最低	11.53/6.39
总股本（百万股）	2138.85
流通股本（百万股）	2051.88
流通股比例（%）	96%
总市值（亿元）	203.83
流通市值（亿元）	195.54

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
电话：010-85127513
邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028
电话：0755-22662056
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	17,515	19,301	21,328	23,999
营业成本	14,963	16,310	17,788	19,607
营业税金及附加	102	115	126	142
销售费用	623	623	724	795
管理费用	565	627	690	778
研发费用	15	8	14	13
EBIT	1,246	1,618	1,987	2,664
财务费用	211	206	206	206
资产减值损失	152	123	107	122
投资收益	(87)	(154)	(120)	(137)
营业利润	839	1,153	1,573	2,218
营业外收支	(111)	(30)	(46)	(62)
利润总额	728	1,123	1,527	2,155
所得税	171	272	364	518
净利润	557	851	1,163	1,638
归属于母公司净利润	504	787	1,047	1,495
EBITDA	1,641	1,994	2,347	3,008
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2598	1212	5555	4087
应收账款及票据	1119	1096	1287	1406
预付款项	1240	753	1148	1086
存货	3427	5062	4415	6224
其他流动资产	518	518	518	518
流动资产合计	9481	10476	13043	15474
长期股权投资	343	189	69	(68)
固定资产	4118	3942	3787	3622
无形资产	926	900	832	788
非流动资产合计	6074	5405	4777	4153
资产合计	15555	15880	17820	19627
短期借款	2936	2936	2936	2936
应付账款及票据	1775	1296	1762	1750
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7715	7189	7966	8136
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	297	297	297	297
非流动负债合计	298	298	298	298
负债合计	8012	7487	8264	8433
股本	2052	2052	2052	2052
少数股东权益	215	278	394	537
股东权益合计	7543	8394	9556	11194
负债和股东权益合计	15555	15880	17820	19627

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-8.6%	10.2%	10.5%	12.5%
EBIT 增长率	-30.7%	29.8%	22.8%	34.1%
净利润增长率	-31.9%	56.3%	33.0%	42.8%
盈利能力				
毛利率	14.6%	15.5%	16.6%	18.3%
净利润率	2.9%	4.1%	4.9%	6.2%
总资产收益率 ROA	3.2%	5.0%	5.9%	7.6%
净资产收益率 ROE	6.9%	9.7%	11.4%	14.0%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.5	1.6	1.9
速动比率	0.8	0.8	1.1	1.2
现金比率	0.3	0.2	0.7	0.5
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	20.1	17.9	19.0	18.4
存货周转天数	92.3	92.3	92.3	92.3
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.4	0.5	0.7
每股净资产	3.6	4.0	4.5	5.2
每股经营现金流	1.2	(0.6)	2.2	(0.7)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	38.8	24.8	18.7	13.1
PB	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.1	11.6	8.0	6.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	557	851	1,163	1,638
折旧和摊销	476	499	467	466
营运资金变动	1,055	(3,027)	2,446	(3,852)
经营活动现金流	2,425	(1,288)	4,447	(1,343)
资本开支	407	(110)	(101)	(81)
投资	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(400)	110	101	81
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(3,239)	(2)	0	0
筹资活动现金流	(3,409)	(207)	(206)	(206)
现金净流量	(1,384)	(1,386)	4,343	(1,468)

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。